

2014年01月10日

证券研究报告·公司研究·机械设备

询价区间

38.40元~44.80元



汇中股份(300371)新股分析报告

水表高增长力保好业绩，热量表只待行业爆发

投资要点

- **国内超声测流智能仪表领域的龙头。**公司主营业务为超声热量表、超声水表、超声流量计及相关产品的开发、制造和销售。公司生产的三大类仪表均是利用超声波原理,通过测量超声波在流体中传播的速度差来测量流体在一段时间内的流量,相对于传统机械式仪表具有始动流低、准确度高、可靠性强等优势。超声波热量表配有温度传感器,主要应用于测量居住或商业楼宇热交换系统的热量使用情况,超声波水表主要应用于工业或居民用水量的测量,超声流量计主要应用于水利、冶金、石油等工业领域的水量检测和工艺介质流量的测量。
- **热量表公司积累深厚,只待行业需求爆发。**公司在超声波热量表领域确实是技术积累最深厚,技术水平高,产品质量过硬。未来热量表需求是否会爆发,从大逻辑看,在国家整体节能减排的大背景下,水电气等居民用资源品价格改后,供热作为居民用最重要的资源较大可能被提上政策强力支持日程;从实际看,热量表需求爆发需要国家政策的强力支持和用户认知度的提升。不久的将来热量表需求将迎来爆发,公司作为最优秀的企业肯定会最大程度受益。
- **阶梯水价政策引爆水表需求,公司超声智能水表高速增长确定。**公司于2003年研制成功超声水表,大口径超声水表是公司继超声热量表之后又一重点研发产品。国家新近实施的阶梯水价政策将引爆水表尤其是智能水表的需求,公司的纯电子智能水表具备高速增长机会。公司已与100余家供水企业建立了稳定的合作关系,并且逐步调整超声水表的内部销售政策、引进新的销售人才,从而实现超声水表的快速拓展。
- **盈利预测。**估算2013年、2014年和2015年每股收益1.25元、1.60元和2.03元。公司超声热量表领域积累深厚,技术水平和产品质量过硬,在节能减排大背景下,热量表需求存在爆发的机会,公司将充分受益。同时,阶梯水价政策引爆水表需求,公司超声智能水表高速增长确定。参照可比公司新天科技(300259)(公司同时从事智能水表和热量表业务)、三川股份(300066)(公司以机械式水表(包括基表)、智能式水表(包括基表)为主营业务的估值水平,考虑公司的成长性,我们给予公司2014年24-28倍市盈率,对应合理询价区间为38.40元~44.80元。
- **风险提示:**我国供热计量改革推进低于预期;公司募投扩产后产能难以完全消化。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	142.59	178.23	235.27	298.79
增长率	5.44%	25.00%	32.00%	27.00%
归属母公司净利润(百万元)	49.76	59.96	77.00	97.29
增长率	7.59%	20.50%	28.41%	26.35%
每股收益EPS(元)	1.04	1.25	1.60	2.03
PE	43.41	36.02	28.05	22.20
PB	12.21	4.61	4.02	3.45

数据来源:西南证券研发中心

西南证券研究发展中心

分析师: 鹿琳琳

执业证号: S1250513070002

电话: 010-57631198

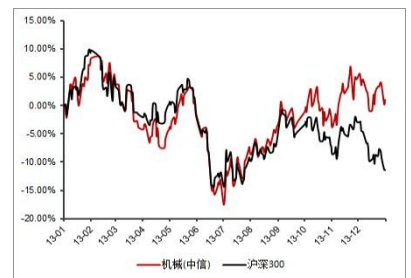
邮箱: pll@swsc.com.cn

研究助理: 唐静

电话: 023-67898837

邮箱: tjing@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源:西南证券研发中心

本次发行情况

发行前总股本(万股)	4200
本次发行(万股)	1400
发行后总股本(万股)	5600
2012年每股收益(摊薄后)(元)	0.889
2012年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.874

主要指标(2012年)

每股净资产(元)	4.21
毛利率(%)	61.74
流动比率(倍)	7.43
速动比率(倍)	5.25
应收账款周转率(次)	3.66
资产负债率(合并报表)(%)	10.04
净资产收益率(加权平均)(%)	32.74

相关研究

请务必阅读正文后的免责声明部分

目 录

一、国内超声测流智能仪表领域的龙头企业.....	1
（一）公司概况.....	1
（二）户用超声热量表为公司主力产品.....	2
（三）股权结构.....	3
二、智能热量表：节能减排大势所趋，等待行业爆发.....	3
（一）智能热量表 “十二五” 市场空间 117 亿元.....	3
（二）热量表行业相对分散，技术优势企业具脱颖而出的机会.....	7
三、智能水表：阶梯水价政策引爆行业需求.....	8
（一）智能水表需求空间广阔.....	8
（二）阶梯水价政策推动水表行业两年爆发式增长.....	9
四、公司竞争优势明显.....	10
（一）技术创新优势.....	10
（二）产品适用范围广泛的优势.....	11
（三）产品质量优势.....	11
（四）人才团队创新优势.....	11
五、募投项目：扩大产能提升竞争优势.....	12
六、盈利预测与投资建议.....	12
七、风险提示.....	13

插图目录

图 1: 公司热量表产品	1
图 2: 公司超声水表、超声流量计产品	2
图 3: 公司主营业务分产品收入情况	2
图 4: 公司主营业务分产品收入结构	2
图 5: 公司主营业务分产品毛利情况	3
图 6: 公司主营业务分产品毛利结构	3
图 7: 公司发行前股权结构	3
图 8: 我国智能热量表市场销量及同比增长	4
图 9: 我国智能热量表市场销售额及同比增长	4
图 10: 供热计量改造、收费面积（单位：亿平方米）	5
图 11: 北方 15 省本年新开工住宅面积与同比增长	5
图 12: “十二五”智能热量表总需求预测	6

表格目录

表 1: 公司主要产品介绍	1
表 2: 2010 年以来供热计量改革相关政策	4
表 3: 超声热量表主要生产企业	7
表 4: 机械热量表和超声热量表的比较	8
表 5: 《关于加快建设完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》内容解读	10
表 6: 首发上市募投项目简况	12
表 7: 可比公司估值情况	13
表 8: 盈利预测	14

一、国内超声测流智能仪表领域的龙头企业

（一）公司概况

公司主营业务为超声热量表、超声水表、超声流量计及相关产品的开发、制造和销售。公司生产的三大类仪表均是利用超声波原理，通过测量超声波在流体中传播的速度差来测量流体在一段时间内的流量，相对于传统机械式仪表具有始动流低、准确度高、可靠性强等优势。

三大类表差异主要在于应用领域有所不同，其中超声波热量表配有温度传感器，主要应用于测量居住或商业楼宇热交换系统的热量使用情况，超声波水表主要应用于工业或居民用水量的测量，超声流量计主要应用于水利、冶金、石油等工业领域的水量检测和工艺介质流量的测量。

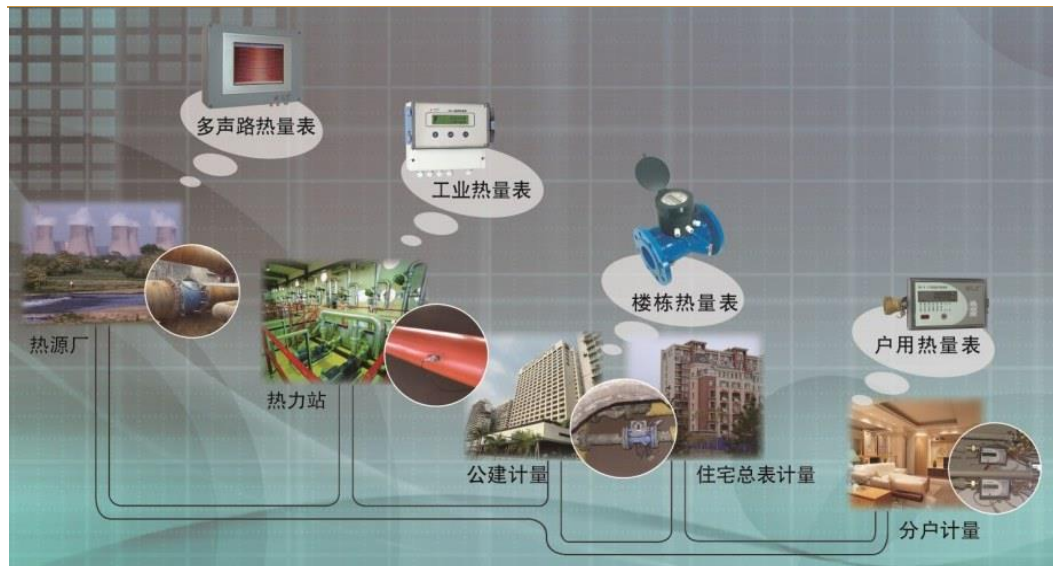
表 1: 公司主要产品介绍

产品系列	用途	主要应用领域
超声热量表	热计量	户用 楼栋 工业 中央空调系统
超声水表	水计量	供水行业贸易结算
超声流量计	液体流量计量	工业企业的流量计算

数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

公司热量表规格齐全，既有单声道产品，也有多声道产品，能够满足热源厂和热力公司、整体建筑以及居民住宅等城市供热系统热计量的需求，具体情况如下图：

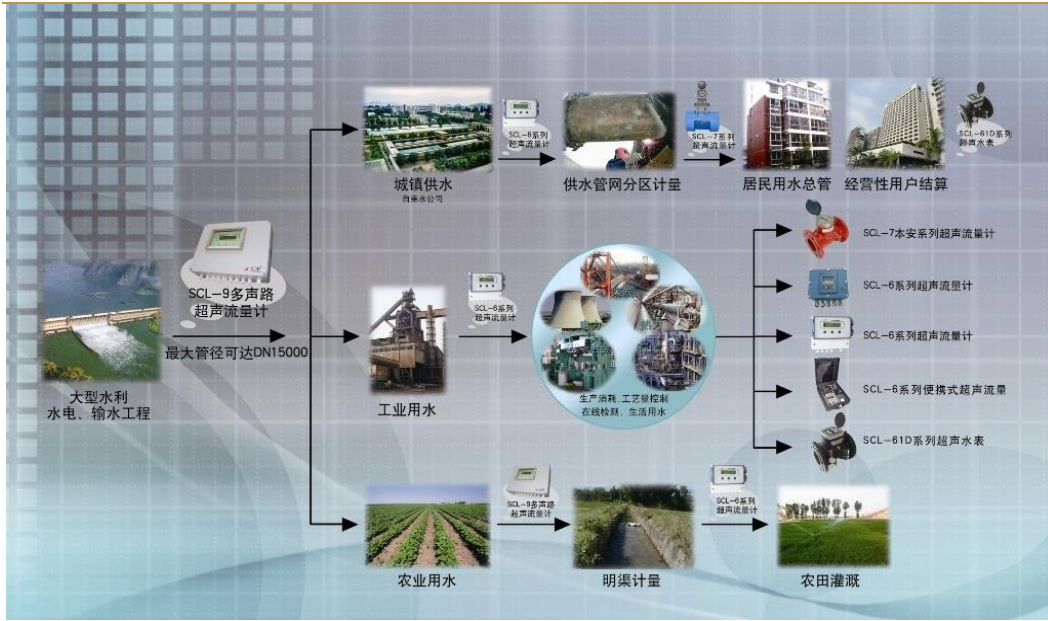
图 1: 公司热量表产品



数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

公司生产的超声水表、超声流量计，既能满足大型水利工程和城市供水系统的计量需求，也能满足各种行业工业流量计量的需求，具体如下图所示：

图 2: 公司超声水表、超声流量计产品

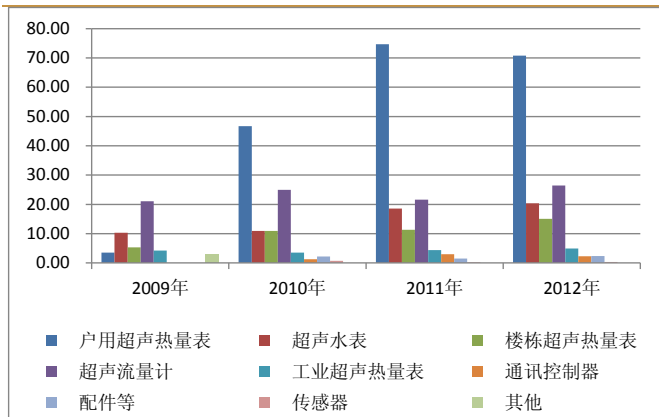


数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心整理

(二) 户用超声热量表为公司主力产品

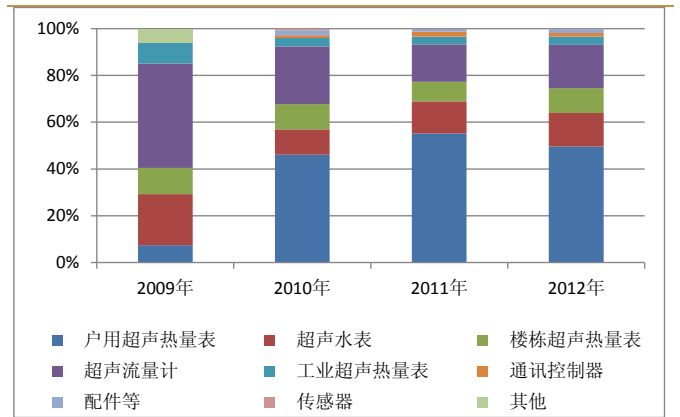
分产品结构看, 超声热量表贡献公司业绩的绝大部分, 2012 年收入和毛利占比分别为 63.67% 和 58.13%; 超声热量表中户用超声热量表收入和毛利占比分别为 49.62% 和 40.36%, 贡献最大。2012 年超声水表收入和毛利占比分别为 14.29% 和 16.63%, 超声流量计收入和毛利占比分别为 18.57% 和 23.76%。

图 3: 公司主营业务分产品收入情况



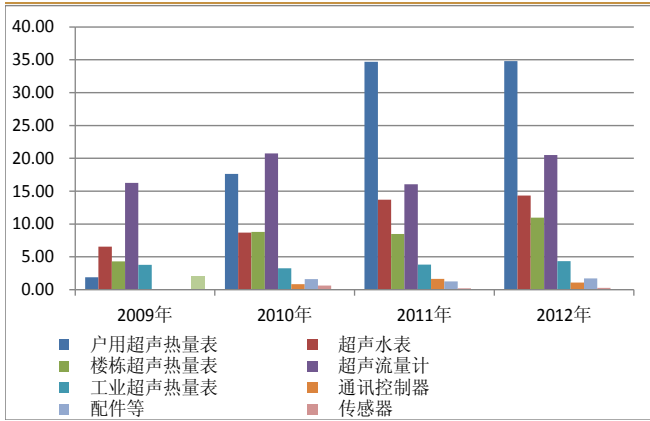
数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心整理

图 4: 公司主营业务分产品收入结构



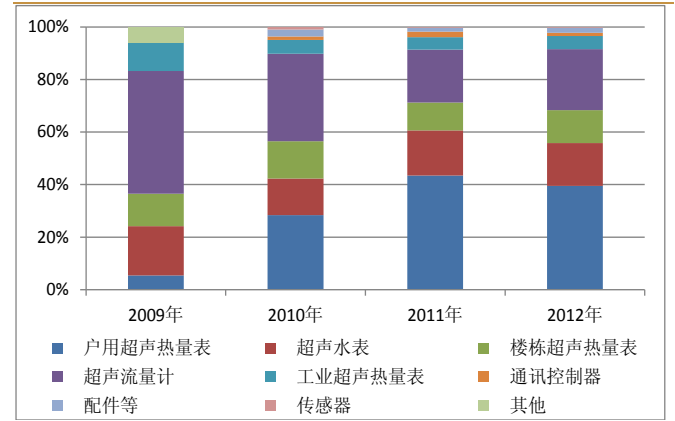
数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心整理

图 5: 公司主营业务分产品毛利情况



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心整理

图 6: 公司主营业务分产品毛利结构



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心整理

(三) 股权结构

公司实际控制人为张力新, 本次发行前张力新持有公司股票 2090.30 万股, 占比为 49.77%, 其配偶许文芝持有 128 万股, 占比为 3.05%, 发行前公司的股本结构如下:

图 7: 公司发行前股权结构

(一) 公司股权结构

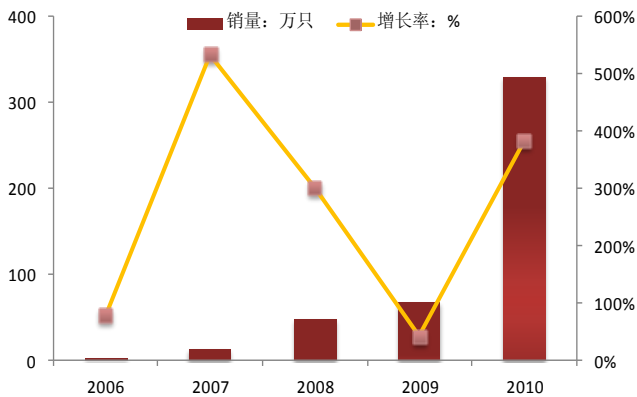


数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心整理

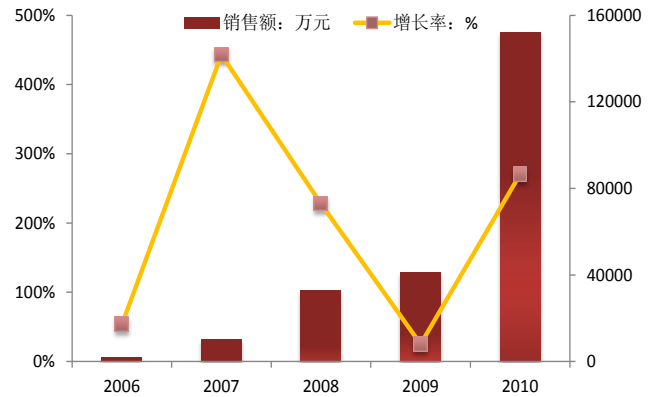
二、智能热量表: 节能减排大势所趋, 等待行业爆发

(一) 智能热量表 “十二五” 市场空间 117 亿元

我国智能热量表行业发展较晚, 近年来, 在国家节能减排的政策推动下, 热量表行业逐步兴起, 2010 年市场才真正爆发性增长, 热量表市场的发展速度主要受我国供热计量改革政策力度、北方 15 省新增建筑面积影响。

图 8: 我国智能热量表市场销量及同比增长


数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心整理

图 9: 我国智能热量表市场销售额及同比增长


数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心整理

我国供热计量改革始于 2003 年 7 月, 建设部、发改委等八部门联合发布了《关于城镇供热体制改革试点工作的指导意见》, 决定在我国东北、华北、西北及山东、河南等地区开展城镇供热体制改革试点工作。2004 年 11 月, 《国务院发展改革委关于印发节能中长期专项规划的通知》, 规划“十一五”期间供热体制改革全面展开, 居住及公共建筑集中采暖按热表计量收费在各大中城市普遍推行, 在小城市试点。2010 年, 《关于进一步推进供热计量改革工作的意见》指出, 北方采暖地区新竣工建筑及完成供热计量改造的既有居住建筑, 取消以面积计价收费方式, 实行按用热量计价收费方式。在这一政策推动下, 2010 年我国热量表市场有了爆发式增长。

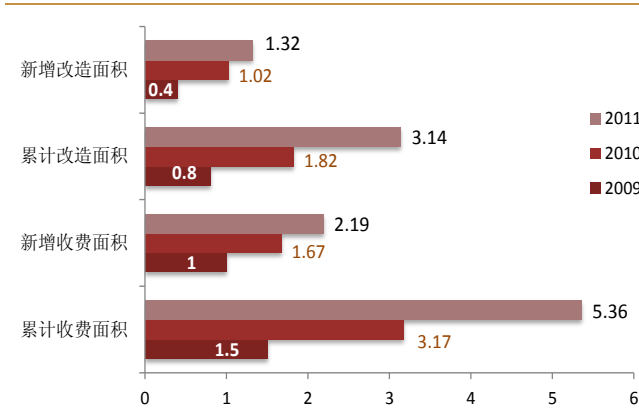
表 2: 2010 年以来供热计量改革相关政策

日期	主要内容	主要政策
2013.8.1	新建建筑全面实行供热按户计量; 推进既有居住建筑供热计量和节能改造; 实施供热管网改造 2 万公里; 在各级机关和教科文卫系统创建节约型公共机构 2000 家, 完成公共机构办公建筑节能改造 6000 万平方米, 带动绿色建筑建设改造投资和相关产业发展	国务院关于加快发展节能环保产业的意见
2013.4.3	“十二五”期间, 完成北方采暖地区既有居住建筑节能改造 4 亿平方米以上, 夏热冬冷和夏热冬暖地区既有居住建筑节能改造 5000 万平方米, 公共建筑节能改造 6000 万平方米; 结合农村危房改造实施农村节能示范住宅 40 万套。	“十二五”绿色建筑和绿色生态城区发展规划
2013.1.1	“十二五”期间, 公共建筑和公共机构办公建筑节能改造 1.2 亿平方米。到 2020 年末, 基本完成北方采暖地区有改造价值的城镇居住建筑节能改造。	国务院办公厅关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知
2012.11.23	检查供热计量改革的实施情况: (1) 对不符合民用建筑节能强制性标准的新建建筑, 不得出具竣工合格验收报告的落实情况; (2) 对不符合民用建筑节能强制性标准的新建建筑, 不得销售或使用的落实情况。(3) 基本热价降至 30%, 取消“面积上限”的实施情况;	住房城乡建设部办公厅关于组织开展 2012 年度住房城乡建设领域节能减排监督检查的通知
2012.5	到 2013 年, 地级及以上城市要完成当地具备改造价值的老旧住宅的供热计量及节能改造面积 40% 以上, 县级市要完成 70% 以上, 达到节能 50% 强制性标准的既有建筑基本完成供热计量改造。鼓励用 3~5 年时间节能改造重点市县全部完成节能改造任务。	“十二五”建筑节能专项规划
2011.9.7	北方采暖地区既有居住建筑供热计量和节能改造 4 亿平方米以上, 夏热冬冷地区既有居住建筑节能改造 5000 万平方米, 公共建筑节能改造 6000 万平方米, 高效节能产品市	国务院关于印发“十二五”节能减排综合性工作方案的通知

日期	主要内容	主要政策
	场份额大幅度提高。	
2011.1.21	进一步扩大改造规模，到 2020 年前基本完成对北方具备改造价值的老旧住宅的供热计量及节能改造。到“十二五”期末，各省（区、市）要至少完成当地具备改造价值的老旧住宅的供热计量及节能改造面积的 35%以上，鼓励有条件的省（区、市）提高任务完成比例。地级及以上城市达到节能 50%强制性标准的既有建筑基本完成供热计量改造。完成供热计量改造的项目必须同步实行按用热量分户计价收费。	财政部 住房城乡建设部关于进一步深入开展北方采暖地区既有居住建筑供热计量及节能改造工作的通知
2010.6.1	各地要按照《关于进一步推进供热计量改革工作的意见》要求，全面推进供热计量改革，对已完成改造的项目，同步实施按用热量计价收费。2010 年新开工的改造项目必须按照《供热计量技术规程》要求，实施供热计量及室内温度调控改造。对在 2009 年财政部组织的检查中确定为不满足分户计量要求的改造项目，要在今年采暖期前全部整改完毕。	关于加大工作力度确保完成北方采暖地区既有居住建筑供热计量及节能改造工作任务的通知
2010.5.14	确保 2010 年完成北方采暖地区既有居住建筑供热计量及节能改造 5000 万平方米，“十一五”期间完成 1.5 亿平方米改造任务。不能满足分户计量、不实行按用热量计量的改造项目，要限期整改。	关于进一步加大工作力度确保完成“十一五”建筑节能任务的通知
2010.2.2	从 2010 年开始，北方采暖地区新竣工建筑及完成供热计量改造的既有居住建筑，取消以面积计价收费方式，实行按用热量计价收费方式。用两年时间，既有大型公共建筑全部完成供热计量改造并实行按用热量计价收费。“十二五”期间北方采暖地区地级以上城市达到节能 50%强制性标准的既有建筑基本完成供热计量改造，实现按用热量计价收费。	关于进一步推进供热计量改革工作的意见

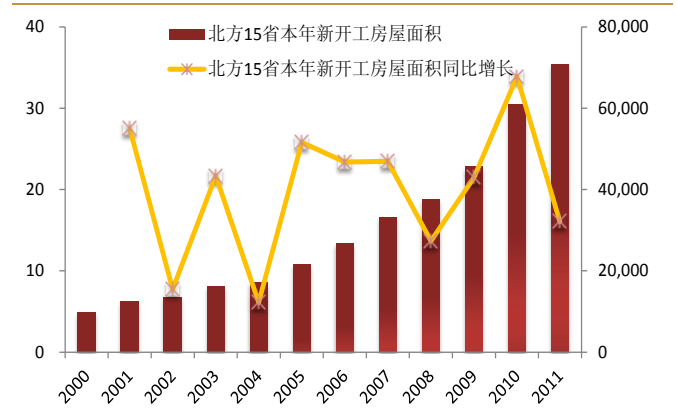
数据来源：各部委网站，西南证券研发中心整理

图 10：供热计量改造、收费面积（单位：亿平方米）



数据来源：住房和城乡建设部，西南证券研发中心整理

图 11：北方 15 省本年新开工住宅面积与同比增长

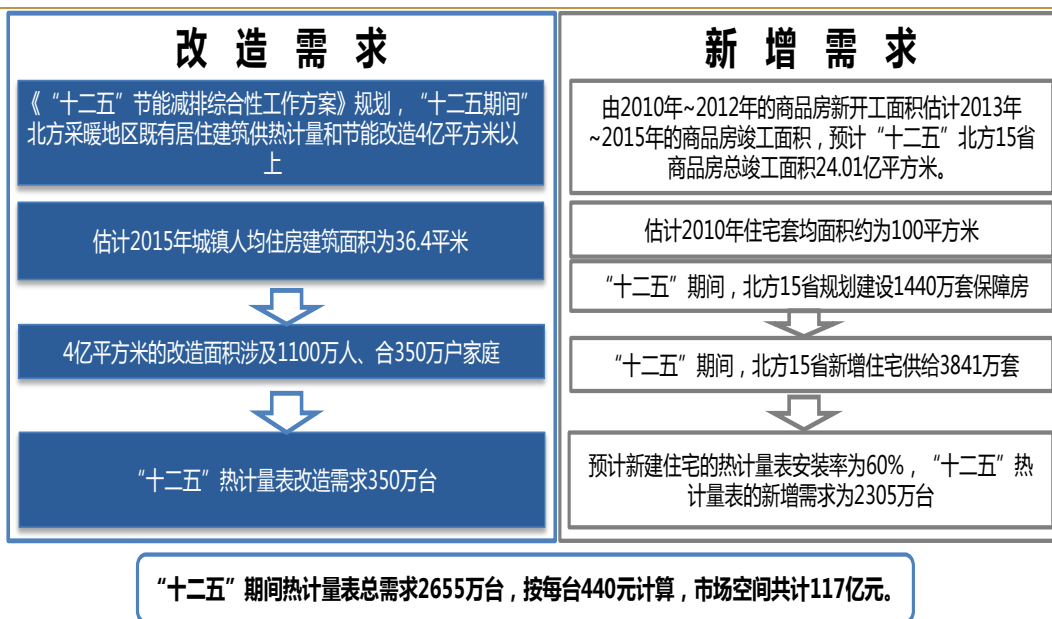


数据来源：WIND，西南证券研发中心整理

预计“十二五”期间热计量表总需求为 2655 万台，市场空间共计 117 亿元。我们关键数设定与预测如下：

- 估计 2015 年人均住房建筑面积为 36.4 平方米。中国统计年鉴公布了 2002 年~2011 年的城镇人均住房建筑面积，2007-2011 年间人均住房建筑面积分别为 30.1 平方米、30.6 平方米、31.3 平方米、31.6 平方米、32.7 平方米，其近 5 年的几何平均增长率为 2.76%，由此估计 2015 年人均住房建筑面积为 36.4 平方米。

- “十二五”期间，智能热量更新需求为 350 万台。《“十二五”节能减排综合性工作方案》中规划，要在“十二五”期间北方采暖地区既有居住建筑供热计量和节能改造 4 亿平方米以上。4 亿平方米=1100 万人=350 万户=350 万台热表。
- “十二五”期间预计北方 15 省总共新增房地产开发企业住宅套数为 5605 万套。再加上 1440 万套保障房，一共 3841 万套。北方供热地区主要包括黑龙江、吉林、辽宁、北京、河北、山东、内蒙古、新疆、山西、陕西、甘肃、宁夏、天津、河南、青海 15 个省、自治区、直辖市。按照中国统计年鉴的数据，2010 年户均 3.1 人，人均住房面积 31.6 平方米，按每户一套房屋计算，套均住房面积有 98 平方米。2011 年和 2012 年的北方 15 省房地产开发企业住宅竣工面积分别是 3.37 亿平方米和 3.59 亿平方米，按照户均 100 平方米计算，分别新增住宅 337 万套和 359 万套。一般认为，房地产开发企业住宅从新开工到竣工需要 3 年左右时间，2010—2012 年北方 15 省住宅新开工面积分别为 5.30 亿平方米、6.15 亿平方米、5.60 亿平方米，由此预测 2013~2015 年北方 15 省房地产开发企业住宅竣工面积总共为 17.05 亿平方米，折合成套数为 1705 万套。“十二五”期间预计总共新增房地产开发企业住宅 2401 万套。考虑到“十二五”期间建设城镇保障性安居工程 3,600 万套的约束性指标，以及根据中国产业研究院数据，北方 15 省市每年新增城镇住宅面积占全国新增城镇住宅面积约为 40%，据此估计，仅新建城镇保障性安居工程在“十二五”期间就将有 1440 万台户用热量表的需求。“十二五”期间，我国主要供热地区预计总共新增房地产开发企业住宅套数为 3841 万套。
- “十二五”期间，预计热量表新增需求为 2305 万台。2013 年 8 月《国务院关于加快发展节能环保产业的意见》中强调，新建建筑要全面实行供热按户计量。假设“十二五”期间智能电表的安装率平均为 60%，则共需安装热表 2305 万台。
- 综合来看，“十二五”期间热计量表总需求为 2655 万台，按每台 440 元计算，市场空间共计 117 亿元。

图 12：“十二五”智能热量表总需求预测


数据来源：公开信息，西南证券研发中心整理预测

相关政策执行力度不够，热量表市场仍未爆发：

我国供热计量改革提出时间较早，但实施缓慢。1996年颁布的《建筑节能“九五”计划和2010年规划》规定了供热计量收费。2010年，我国完成北方采暖地区既有居住建筑供热计量及节能改造1.82亿平方米，约占总供热面积5%。结合前面对我国热量表市场空间分析，我们认为，我国热量表市场仍未爆发，而关注供热计量改革难以推进的因素是把握行业爆发时点的有效途径。

供热计量改革难以推进主要受制于三方面因素：

- 首先，供热方动力不足。在实施“面积计价”条件下，供热公司可通过“低温供热”、“分时分区控温”和多承接节能建筑供热来降低自身供热成本。而实施供热计量收费后，变为按照用户需求“低温供热、分时分区控温”，这意味着供热计量改革将供热方部分利益转移至用户方。对热力公司来说，还涉及到管道改造带来成本增加。在供热计量收费改革实施后，从简单的“按面积计价”到“按供热量计价”还需要供热方能够提供精细化管理，这对于热力公司来说也是不小的冲击。
- 对用热方来说，虽然整体利于用户，但具体操作起来也阻力重重。主要有，改造后带来的好处不确定。分户计量采取两部制热价收费方式，基本热价加上计量热价。即使用户本采暖季不用暖，热量是0，也需缴纳基本热价。对部分用户来说，改造后取暖支出反而高于改造前，这也造成难以推行。前期改造和热量表费用支出也存在争议。
- 最后，历史政策执行力度和财政补贴到位情况也是重要影响因素之一。目前，我国节能环保主要由政府主导，通过财政补贴、将节能环保指标纳入政绩考核，每年限制多少必须更换（换旧表的钱中央、地方政府出）等方式推进。

（二）热量表行业相对分散，技术优势企业具脱颖而出的机会

目前，我国生产和经营热量表的企业超过100家，主要集中在北方地区，大部分是民营中小企业，生产规模较小、技术水平相对不高，缺少具有绝对优势的主导企业。但随着市场的发展，部分生产企业开始逐步壮大起来。

我国的供热基础设施条件相对较差，主要表现在水质差、杂质多、停止供热季节管道空置导致的管道易锈蚀等情况，容易造成机械式热量表因堵塞而不能工作。因此，随着热量表市场近几年的发展和逐步成熟，更适合我国供热条件的超声热量表逐渐被市场认可和接受，从而成为未来热量表市场的主流产品。

表3：超声热量表主要生产企业

大连海峰仪器发展有限公司	是经大连市高新技术园区认定的高新技术企业，专业从事超声波流量计、热量表和水表的研制、生产、销售。大连海峰仪器发展有限公司是公司的主要竞争对手之一。
威海市天罡仪表有限公司	是一家专门从事热能表（冷热计量表）研发及生产的企业，主要产品有超声热量表、机械式热量表、热量表检测装置、热量表集中控制系统。
江苏迈拓智能仪表有限公司	是主要从事超声热量表及相关产品的研发与生产的高新技术企业，主要产品有超声热量表、IC卡热量表、暖气控制阀、远程控制阀、M-BUS主机、GPRS远程通讯等。
北京添瑞祥仪器仪表有限公司	公司专业于热量表的研究、产品制造和销售，并与多个科研机构合作进行供热节能和热量表的研究，形

	成了以热量表系列产品为核心供热系统产品。北京添瑞祥仪器仪表有限公司是公司超声热量表的主要竞争对手之一。
天津市新岭电子技术有限公司	是专业从事热量表及相关产品研发、生产的高新技术企业。主要产品有超声热量表、机械热量表、远传抄表及能源管理系统。
承德泰宇热控工程技术有限公司	公司主要生产机械式热量表、超声热量表，并提供智能远程抄表系统、无人值守热网监控系统、热计量热网变流量控制系统等服务。
瑞纳表计（合肥）有限公司	是一家集（冷）热计量产品的研发、生产、销售与服务为一体的高新技术企业。主要产品有超声热量表、IC卡智能锁闭阀、智能恒温阀等。
山东智方仪表科技有限公司	是一家专业从事热计量产品研发生产的企业。主要产品有机械式热量表、超声热量表、智能水表。
河南新天科技股份有限公司	公司的主营业务是民用智能计量仪表及系统的研发、生产、销售和服务，涵盖智能水表、热量表、智能燃气表及智能电表四大系列以及配套的系统设备和系统软件。
重庆市伟岸测器制造股份有限公司	公司为主要研制和生产工业过程控制和能源计量方面的仪表，产品主要用于压力、差压、流量、热量、冷量和液位的测量。

数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

公司长期以来专注于超声技术在供热计量的应用，是国内为数不多的一超声测流技术为核心的智能仪表企业，技术积累深厚、先发优势明显。未来，一旦国家出台相关的政策强力推动国内的供热计量，公司将是最大受益者。

表 4：机械热量表和超声热量表的比较

类别	工作原理	优缺点
机械热量表	通过测定叶轮的转速来测量载热流体的流量，从而测得热量	优点：技术简单，成本低，价格低 缺点：易堵塞，叶轮易磨损。测量精度低
超声热量表	通过测定叶轮的转速来测量载热流体的流量，从而测得热量	优点：不易堵塞，使用寿命长，测量精度高，更适合我过热水质。 缺点：价格较高

数据来源：公开资料，西南证券研发中心整理

三、智能水表：阶梯水价政策引爆行业需求

（一）智能水表需求空间广阔

水表按照应用领域可分为工业用和民用两大类，前者多为大口径水表，销售价格较高，2007年我国水表市场产销量约5000万台，其中工业水表近100万台；后者多为户用小口径水表，按市场销售量计算超过水表市场总量的90%。

按照工作原理，2007年国家颁布的水表标准《封闭满管道中水流量的测量饮用冷水水表和热水水表》（GB/T 778.1/2/3-2007）将水表分为机械水表、带电子装置水表和电子水表三类，其中后两类属于智能水表范畴，超声水表是智能水表的代表产品。2007年国家颁布的水表标准首次制定了智能水表的生产标准，代表了水表的未来发展趋势。

大口径水表：

➢ 目前，国内生产和使用的工业水表以旋翼式机械水表为主。机械水表具有结构简单、价

格低等特点，但存在始动流量大、准确度低、计量收费产销差率高等不足之处。最近几年，超声波表逐步取得了市场认同并开始实现批量销售。超声波表具有始动流量低、准确度高、可靠性强、压力损失小、电池供电使用寿命长、有助于降低产销差率以及供水耗电量等优点，主要用于贸易结算，具有广阔的市场前景。工业水表是供水公司水费计量的关键所在，直接关系到供水公司的经济效益。由于超声波表的上述优点，超声波表在工业水表市场的占有率将不断提高。

- ▶ 据不完全统计，2007年我国大口径工业水表产销量约100万台，具有较大的市场规模。从企业产量分布上看，宁波水表股份有限公司约17万台；福州真兰水表有限公司约7万台；其余厂家均在5万台以下。超声波表主要面向大口径工业水表市场，但目前大口径水表市场多为机械式水表，超声波表具有较大的发展潜力。

小口径水表：

- ▶ 2012年我国小口径水表年产量约6500万台，智能水表产量仅800多万台，占国内水表产量比重不足15%。与当前国内智能电表80%以上渗透率、智能气表50%左右渗透率相比，智能水表的渗透率还很低。根据国家发改委、水利部、住建部印发的《水利发展规划2011-2015》要求，我国要加快完善水价形成机制，充分发挥水价调节作用。中央2011年一号文件提出积极推进水价改革，稳步推行阶梯水价。传统机械水表的人工抄表-计费-收费模式不能确定用户指定时间范围内的用水量，而智能水表可以通过内部时间设计或计算机设定读取用户指定范围内的用水量，因此可以准确地确定各个时间阶段内水量的使用，实现阶梯式收费。目前我国36个大中型城市约一半实施了阶梯水价，全国600多个设市城市中仅约100个实施了阶梯水价。随着我国阶梯水价改革推进以及智慧城市建设推进，智能水表行业有望驶入快速发展车道。
- ▶ 公司的小口径超声波表的测量精度在整个使用过程中不会产生偏差，具有比其他类型水表更高的稳定性，完全满足目前一户一表改造的市场需求。同时，小口径超声波表在很多欧美国家已经积累了相当成熟的应用经验，因此欧美小口径水表市场及国内一户一表改造市场都将是公司小口径超声波表的市场拓展方向。
- ▶ 根据2011年统计局数据，我国城市常住家庭2.3亿户，基本实现“一户一表”，农村家庭1.6亿户，农村自来水普及率72.1%（国家卫生部2012年《中国医疗卫生事业发展状况》），据此粗略估计国内常用水表保有量3.45亿只，其中大多数为传统机械水表。根据我国《冷水水表检定规程》的要求，标称口径25mm及以下的水表使用期限一般不超过6年，考虑到很多水表超期服役现象，按照10年更新周期估算每年需更新3450万只小口径水表。在增量方面，2012年我国住宅房地产竣工面积79,043万平方米，按照每户平均面积70平方米估算共1129万套，小口径水表需求量约1100万只。因此，从旧表更换和新表安装两方面综合估算，小口径水表的年需求总量为4550万只，以智能水表15%的渗透率计算，小口径智能水表的年需求量约680万只。

（二）阶梯水价政策推动水表行业两年爆发式增长

2014年1月3日，国家发改委和住建部发布了《关于加快建设完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》（简称“意见”），市场期待已久的全面推行阶梯水价改革终于有了质的进步。意见出台时间比市场预期更早，传递出两个层面积极信号：1、出台系列操作层面指导措施，这反应了当局全面实施水价决心。2、发布时点比市场预期更早，把出台时点放

在改革的时间轴上，我们认为这印证了前期市场对改革的预期，水、热、气、电资源品价格改革的破冰之旅将正式开启。在此基础上，推测后续关于供热计量改革将再次提上议程，阶梯气价、电价改革将加速推进。

表 5:《关于加快建设完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》内容解读

内容	解读
2015 年底前，设市城市原则上要全面实行居民阶梯水价制度	以居民家庭用户为单位计量，这要求水务公司能够抄表到户、一户一表。一户一表是全面实行居民阶梯水价的前提，这意味着在 2015 年前要全面完成一户一表改造
应考虑季节性用水差异，以月或季、年度作为计量缴费周期，原则上以居民家庭用户为单位	
今后凡调整城市供水价格的，必须同步建立起阶梯水价制度。	以实施阶梯水价为调水价前提，激发了水务公司对阶梯水价制度的支持
加快城市“一户一表”改造。国家对户表改造资金实行支持政策，各地列入全国城镇供水设施改造与建设“十二五”规划的管网改造项目，可将户表改造工作纳入项目建设内容；地方也要加大力度，通过增加财政投入、发行企业债券等多渠道筹集资金，限期完成“一户一表”改造。	在提阶梯水价的同时也提到限期完成一户一表改造，允许将改造工作纳入各地列入全国城镇供水设施改造项目。这保障了水表改造的费用分摊问题，有效解决了制约水表智能化、水表更换的主要问题。
户表改造和新建住宅水表应积极推行智能化管理。	在阶梯水价制度指导意见中提倡智能化管理，水表、水务管理智能化将从趋势转变为实在的订单
供水企业因实施计量到户增加的改造、运营和维护费用，可计入供水成本。	水属于公共品，政府保障水务公司 8-10% 投资收益率，改造、运维费用可计入供水成本，缓解了水司或相关事业单位的后顾之忧
未实行“一户一表”的合表居民用户，水价标准应按高于第一级阶梯价格水平确定。	合表居民用户按高于第一阶梯价格水平确定，激励了居民参与户表改造
2015 年底前，各省级价格、城市供水主管部门每半年要向国家发展改革委、住房城乡建设部报送一次本地推进居民阶梯水价制度工作进展情况。发改委会、住建部将适时检查通报各地工作进展情况。	每半年报送工作进展，两部委适时检查通报等监督措施保障了阶梯水价的按进度推进

数据来源：发改委网站，西南证券研发中心整理

前些年公司销售资源向热量表倾斜，随着热量表市场的高速增长、公司热量表销路的打开以及公司实力和规模的增强，公司将可以动用更多的销售资源，因此将会增加大口径超声波水表的销售投入。目前全国有 6,000 多家供水公司，经过几年的市场培育，公司已与其中 100 余家供水企业建立了稳定的合作关系。为了进一步扩大产品销售，公司正逐步调整超声波水表的内部销售政策、引进新的销售人才，从而争取投入更多的人力、财力资源，通过提高销售提成等手段激励市场人员。

四、公司竞争优势明显

（一）技术创新优势

公司的核心竞争力主要体现在企业的自主研发能力方面。公司目前拥有一支综合实力较强的研发团队，并建立了省级企业技术中心，制定了以“项目负责制”为主体的规范的研发项目管理体系。公司每年保证研发资金的投入，并制定了相配套的激励机制。公司产品研发坚持“生产一代、研发一代、储备一代”的层次化研发路径。公司掌握了微功耗测量技术、数字信号处理（DSP）技术、高精度时间检测技术、整机防护达到 IP68 防护等级技术、非实流校验技术、多声道超声测量技术等一系列较为先进的专有技术，并已成功应用于公司多

种型号产品。

“十一五”期间，国家开始重视超声测流技术的发展，相关课题研究被列入国家 863 计划。2008 年公司作为项目组成员单位参与了国家 863 计划“典型行业高性能传感器“重点项目之“过程控制流量传感器及系统”课题（课题编号 2008AA042207）。该课题的研究成果提高了公司的技术水平，技术创新优势得到显著增强。2012 年 8 月，该课题通过了验收。

（二）产品适用范围广泛的优势

公司生产的超声热量表、超声水表、超声流量计型号齐全，适用范围广泛，能适应各种客户的不同需求。我国供热系统由热源厂、热力站、工厂、楼栋和居民用户等构成。随着供热计量改革的深入推进，整个供热系统需要逐级实现准确的热量计量。公司能够生产满足我国供热系统各级单位特定需求的不同产品，是目前少数具有全系列超声热量表产品的生产厂家之一。

我国供水系统由大型水利工程、农田水利灌溉、城镇供水管网、工业企业、工商用户和居民用户等构成，各级管道的口径差异较大，需要不同种类的流量计和水表来实现精确计量以降低产销差率。公司能够提供用于贸易结算的超声水表、超声流量计，也能提供应用于大型水利工程的大口径产品；可以满足由水源至用水单位城市供水系统以及各种行业工业流量计量的需求。

（三）产品质量优势

公司已取得了注册号为 CQM-13-2010-0004-0001 的《质量管理体系认证证书》，表明公司符合 GB/T19001-2008/ISO9001:2008 标准关于质量管理的要求，涵盖了公司产品的设计、生产全过程。公司还取得了编号为 CMS[2011]1201 号的《测量管理体系认证证书》，表明公司在产品质量、经营管理、节能降耗、环境监测等方面的测量管理体系符合 GB/T19022-2003/ISO10012:2003《测量管理体系——测量过程和测量设备的要求》标准的全部要求。此外，公司建立了一整套适合公司特点的质量控制系统。为了保证产品质量，公司建成了 DN15-600 的静态容积法水流量标准装置、DN15-40 的户用热量表标准装置、全自动 SMT 生产线、产品型式评价试验室和 DN50-300 热量表标准装置。

公司的超声流量计产品曾通过中国计量科学研究院的电磁兼容性试验，并在取得欧盟 CE 认证过程中通过了相关机构的电磁兼容性试验。公司超声水表针对我国城市供水管网的特点和表井环境的特殊性而设计，采用了独特的制造工艺，能够在完全浸水的情况下连续正常工作，整机防护达到了 IP68 防护等级，该防护等级是防尘防水的最高等级。公司生产的户用热量表产品质量较高，自产品投入市场以来未发生过重大产品质量问题。

（四）人才团队创新优势

公司坚持“创新是汇中的灵魂”的理念，公司的企业文化强调观念创新、技术创新、管理创新，把创新融入到工作中的每个环节。公司以市场需求带动技术创新，以规范管理带动市场发展，从而逐步形成了公司特有的创新机制。

五、募投项目：扩大产能提升竞争优势

公司本次上市拟募集资金 2.1 亿元，募集资金全部用于公司主营及相关业务发展：

表 6：首发上市募投项目简况

序号	项目名称	募集资金投入金额（万元）
1	超声热量表产业化生产基地建设项目	15000
2	大口径超声水表产业化项目	6000
合计：		21000

数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

超声热量表产业化生产基地建设项目：

公司当前户用超声热量表的设计产能为 10 万台/年、楼栋超声热量表产能为 3,000 台/年。2012 年公司户用热量表产量为 17.82 万台，产能利用率为 178.24%；楼栋超声热量表产量分别为 3,129 台，产能利用率为 104.30%。随着热量表市场的持续发展，户用超声热量表和楼栋超声热量表的生产均超负荷运转。项目建成后，年产各类超声热量表 53 万（台）套，其中户用热量表年产 50 万（台）套，楼栋热量表 3 万（台）套。因此，募投项目有助于公司扩大产能，满足市场需求。

大口径超声水表产业化项目：

项目所生产的大口径超声水表是公司多年科技研发成果的产业化，是公司超声测流技术在水计量方面的应用，代表了行业先进水平。与同规格机械式水表相比，大口径超声水表具有测量精度高、始动流量小、压力损失小、使用寿命长等优势，能有效解决供水公司产销率差的问题。同时，大口径超声水表的产业化，也促进同类机械式水表生产企业不断改进产品，提升产品性能，带动了大口径水表产品的技术进步。公司超声水表当前设计产能为 4,000 台/年，2012 年产量为 5,658 台，产能利用率为 141.45%，因此有扩张产能的必要，项目建成后，年产大口径超声水表年产 18,000 台。

六、盈利预测与投资建议

盈利预测说明与假设：

- 募投项目如期投入并产生收益；
- 未来三年营业收入增幅分别为 25%、32%和 27%，综合毛利率水平分别为 57%、55%和 54.5%；
- 期间费用随规模扩大而适度降低，适用所得税率为 15%；

预测与估值：根据以上说明和假设，我们预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 178.23 百万元、235.273 百万元和 298.79 百万元，归属母公司所有者的净利润分别为 59.96 百万元、77.00 百万元和 97.29 百万元。估算 2013 年、2014 年和 2015 年每股收益 1.25 元、1.60 元和 2.03 元。

公司超声热量表领域积累深厚，技术水平和产品质量过硬，在节能减排大背景下，热量表需求存在爆发的机会，公司将充分受益。同时，阶梯水价政策引爆水表需求，公司超声智

能水表高速增长确定。参照可比公司新天科技（300259）（公司同时从事智能水表和热量表业务）、三川股份（300066）（公司以机械式水表（包括基表）、智能式水表（包括基表）为主营业务的估值水平，考虑公司的成长性，我们给予公司 2014 年 24~28 倍市盈率，对应合理询价区间为 38.40 元~44.80 元。

表 7：可比公司估值情况

代码	名称	当前价格 (元股)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				13E	14E	15E	13E	14E	15E
300066	三川股份	18.53	28.91	0.65	0.86	1.14	29	22	16
300259	新天科技	19.85	36.13	0.63	0.83	1.17	32	24	17

数据来源：西南证券研发中心整理

七、风险提示

全球经济复苏乏力，导致阀门需求疲软的风险；

新增产能难以消化的风险；

人民币升值产生的汇兑损失风险。

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn